

宏观动态报告

2021 年 9 月 24 日

中美“以我为主”货币节奏变化在即

宏观经济 2021 年 4 季度报告

核心内容：

- **中国经济确定回落，美国经济拐点出现** 中国生产、消费、投资同步数据已确定下行，同时美国经济高位回落，拐点已现。
- **4 季度全球宏观需要关注的 3 个问题** 4 季度全球经济环境仍然较为复杂，各国央行处于态度变化阶段，地缘政治在 4 季度会不时冲击经济。4 季度来看，需要密切关注：(1) 新冠疫情的变化；(2) 全球通胀的形势；(3) 全球央行的变化，主要是指美联储和中国央行，美联储缩减 QE 的节奏以及中国央行对信用收紧的态度变化。
- **美联储 4 季度确定缩减 QE** 美国通胀出现拐点，就业受到变种病毒影响，但就业先行指标健康。美联储确定在 11-12 月收紧 QE，收紧 QE 的步伐仍然是缓步的，预计在 10-12 个月后结束 QE。正式收紧 QE 会带动美元指数上行，压低新兴市场国家货币，各种金融资产波动幅度加大。对金融资产价格造成更大冲击的美联储加息。
- **中国货币环境悄然变化** 央行层面的信用扭转可能已经到来，823 信贷形势分析会议可能带来信贷增速的稳定。央行 9 月份发放 3000 亿支小再贷款。货币环境变化仍然是缓慢的，央行仍然强调保持金融市场稳定，4 季度或者明年 1 季度的降准仍然是政策选项。
- **供给侧在 4 季度很难改变，仍然会影响资产价格和产业逻辑** 受到限产影响的产品在 4 季度价格仍然可能上行。4 季度“双减政策”仍然影响产品价格。PPI/CPI 剪刀差极值下，价格溢出效应显现，对下游行业生产压制加大。
- **政策变局来自哪里？** 政策层面仍然没有放松，碳排放、双减政策、教培改革以及房地产金融限制仍然没有放松。政策层面的改变来自于：(1) 经济的快速回落，GDP 当季增长跌破 6%；(2) 财政收入大幅下滑，财政困难是经济政策改变的最直接的原因；(3) 就业出现困难，现阶段我国就业保持仍然较好，建筑业景气度较高；(4) 金融资产出现大幅动荡，这种动荡会短时的改变政策执行的力度。
- **我国政策从层面的信贷放松需要等到 2022 年上半年** 4 季度末的政治局会议和中央经济工作会议可能会给出更明确的答案，但更多的改变可能要延续至 2022 年 1 季度或者 2 季度。央行现阶段仍然以稳定为主，4 季度的资金缺口可以用财政支出、MLF 续作、拉长时间的公开市场操作等方式弥补，降准虽然不是必须，但仍然存在可能性。

主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险、房地产金融违约风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

目录

一、我国经济回落 货币政策稍有变化	3
二、四季度需要关心的 3 件事情	4
(一) 新冠病毒成为经济需要长期考虑的因素	4
(二) 全球通胀的形势	5
(三) 全球央行的态度变化	6
三、美联储 4 季度缩减 QE	7
(一) 美国经济高位回落	7
(二) 美国就业和通胀	9
(三) 美联储确定收紧，步伐偏缓	10
(四) 缩减 QE 后资产价格变化	11
四、中国货币环境悄然变化	13
(一) 中国经济处于回落过程	13
(二) 中国通胀处于低水平	18
(三) 金融收紧加速经济下行	19
(四) 宽信用场景出现了么	21
(五) 政策变盘可能在 1 季度	22
五、仍然需要关注供给侧改革	23
六、变局来自哪里	24

一、我国经济回落 货币政策稍有变化

我国经济在3季度确定性下滑，并且下滑速度有所加快。2021年我国经济增长迎来开门红，受到基数以及海内外需求修复的影响，我国工业生产订单高企，工业生产处于高水平，同时本国疫情控制较好，服务业、出口、投资、国内消费都处于上行态势。经过1季度的经济高点后，2季度经济开始回落，GDP增长回落至7.9%，这种回落有基数效应的结果，也有经济增长动能减弱的原因。

3季度新冠疫情再次干扰了我国经济，新冠变种病毒呈现出高发态势，我国部分地区开始了重新封闭，并且旅游出行、外出公务等受到影响。这种影响下，服务业出现大幅下滑，8月份服务业PMI下降7.3个百分点，财新PMI已经跌破了荣枯线50%。我国社会零售消费快速下行，8月份仅有2.5%的增速，外出餐饮消费已经跌入负增长，除新能源汽车外，其他终端产品消费均较为低迷。

在终端产品消费低迷的情况下，我国上游限产并没有放松。碳达峰目标下，各地对重化工行业的限制加剧，加之与澳大利亚地缘政治摩擦，以及外蒙古新冠疫情的反复，使得相关产品进口也有所阻碍。3季度煤炭、铝、钢铁、水泥等产品价格持续上行，但相关产品产量并未增加，焦炭、水泥的产量在3季度持续负增长。这种上游产品价格的上行直接压制了中下游企业的生产，高昂的成本使得下游企业放弃了新增订单。而对上游行业的限产同时也对上游生产产生了压制。我国工业生产在3季度出现快速回落。

投资方面也并不理想，严格的房地产限制措施使得房地产投资增速接近0%的水平，而基建投资增速3季度持续负增长，投资增速较好的是制造业企业，但高昂的原材料价格会压制企业利润，进而压制制造业企业投资。

出口表现相对更为乐观，但也处于高位回落的状态。海外形势总体仍然较为复杂，美国经济处于高位回落，欧洲仍然在复苏过程中，而新兴市场国家受到了新冠疫情和通胀的双重干扰，在经济并未恢复的情况下央行开始加息，导致新兴市场国家经济复苏中断。在海外经济处于回落的情况下，全年需求较为确定，我国出口份额稳定，我国出口随着全球出口增速回落而回落。同时去年4季度我国出口基数较高，这会进一步压制出口增速。

央行紧信用的态度在悄然转变。今年以来我国经济快速下行的另一个主要原因在于央行信用收紧的步伐加快，尤其是对房地产相关贷款态度严厉。房地产贷款仍然是我国信用的发动机，制造业企业贷款不足以弥补房地产贷款总量，对房地产的金融压制，限制了整体信用放量。而8月份开始，我国央行态度在悄然转变。8月23日央行下半年信贷形势分析会上易纲行长强调要稳定信贷增速，增加银行资本金，9月份央行发放了3000亿支小再贷款，同时央行有条件放宽了个人按揭贷款。

经济增长止跌需要信用的放开，央行对信用态度转变可能在4季度到来，而更高层面的政策转变可能在2022年1季度到来。经济可能在4季度加速下滑，GDP增速可能跌破6%。经济增长快速下滑使得财政收入和就业出现困难，这会迫使我国政策目标重新转回稳增长。这种政策目标不仅包括央行流动性的宽松，同时包括对碳中和实施力度的适度变化，对包括互联网企业、教培行业整治的适度延缓，最重要的是需要更高层次的决策层对房地产相关政策的放松。尤其是3季度房地产价格的持续回落，部分地区出台房地产“限跌令”，显示针对房地产价格上涨的各项政策可以有条件放松。而如果看到来自最高决策层对房地产态度的变化，那么我国经济开始止跌。这种转变需要时间，密切关注11月份的政治局会议以及12月份的中央经济工作会议。央行层次方面，4季度降准仍然在预期内，2022年1季度可能开启降息。

二、四季度需要关心的 3 件事情

4 季度我国经济仍然处于下行，而全球经济环境仍然较为复杂，各国央行处于态度变化阶段，地缘政治在 4 季度会不时冲击经济。4 季度来看，各种因素交杂在一起，在众多因素中我们需要密切关注的可以引起资本市场变化的事情主要有：(1) 新冠疫情的变化；(2) 全球通胀的形势；(3) 全球央行的变化，主要是指美联储和中国央行，美联储缩减 QE 的节奏以及中国央行对信用收紧的态度变化。而中国政府的执政目标是否会在 4 季度重新转为经济增长仍然需要观察，我们认为这个时间可能在 2022 年 1 季度。

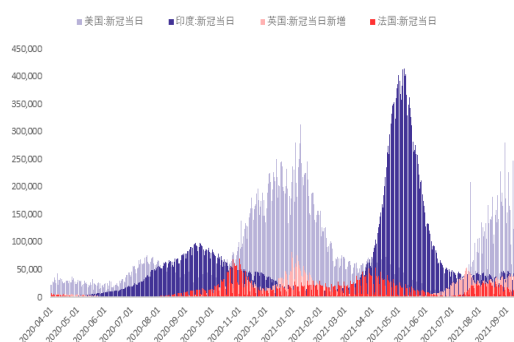
(一) 新冠病毒成为经济需要长期考虑的因素

新冠疫情的变异病毒 Delta 目前正在全球大范围传播。从英国开始，到美国以及亚太国家等均受到了新毒株侵袭，各国新增新冠疫情病例成倍增加，美国疫情重回了 6 月份前的高峰水平，9 月初单日感染人数超过 20 万人。全球市场担忧新的变异病毒是否会打破各国的经济恢复。新冠病毒再次全球大流行的概率仍然较小，但是新毒株会短期影响到各国经济运行，中国已经重申短期的旅行限制，东南亚国家也在考虑重新封闭，英国也在 7 月份再次限制出行，美国虽然没有做出重新限制出行的决定，但是感染病毒人数重新增高会冲击居民的消费信心。

各国的新冠疫苗注射仍然稳步上行，但全球新冠疫苗注射率仍然较低，发达国家新冠疫苗注射率远高于发展中国家。截止 9 月 15 日，全球新冠疫苗注射率在 35% 左右，美国、西欧、中国等国的新冠疫苗注射率在 70%-80% 之间，东欧、韩国、日本等国的疫苗注射率在 50%-60% 左右，其他发展中国家的疫苗注射率低于 40%。各国疫苗注射剂次不同，对新冠疫情冲击的抵抗力就有较大的差别，尤其是针对 Delta 病毒的第三针疫苗即将推广的时候，疫苗注射率高的国家经济增长的速度会远高于疫苗注射率低的国家。

新冠病毒和新冠疫苗的注射仍然是影响全球经济运行的因素之一，由于疫情的复杂性，全球要做好与疫情共处的准备，预计这种“共处”与“冲击”的模式会在未来 2 年影响各国的经济运行。

图 1：英美新冠疫情单日新增人数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：每百人新冠疫苗接种剂次



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

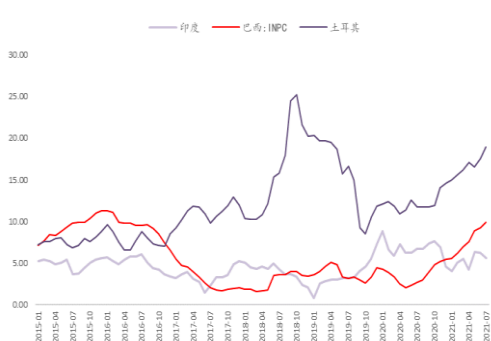
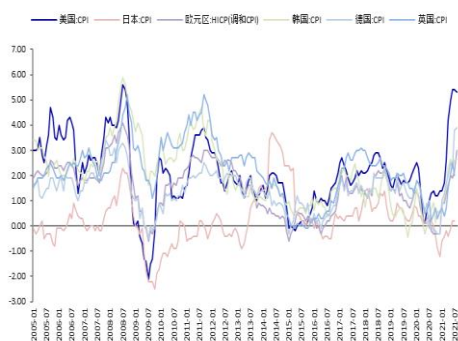
(二) 全球通胀的形势

全球主要央行如美联储、加拿大央行均认为全球通胀的走高是一次性原因带来的，也就是说通胀现阶段已经处于高位阶段。但是由于本次引起通胀的原因较为复杂，全球新冠疫情带来的物流阻断也首次影响到了全球通胀，所以本次高通胀的持续时间不确定。4 季度仍然需要密切观察全球通胀的形势，这种观察包括发达国家也包括发展中国家，并且对于通胀的判断以发展中国家的通胀形势为主。

各国通胀普遍处于高位或者向上运行（除中国、日本等），美国通胀水平与 2008 年持平，欧洲和英国的通胀水平持续走高，发展中国家的通胀水平也同时走高，但是我们仍然认为本次通胀是物流和产业链扭曲带来的，而与全球货币超发的关系并不紧密，所以通胀的缓解具有指标性，即当全球物流紧张程度逐步缓解，那么通胀形势就会有所好转。

图 3：发达国家 CPI (%)

图 4：发展中国家 CPI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

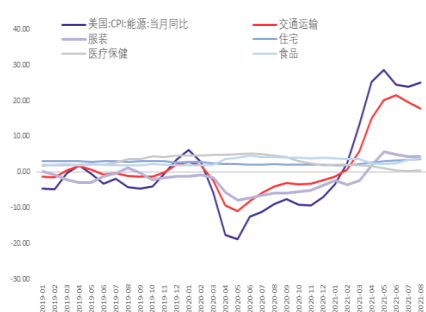
美国的经济刺激居全球首位，而美国的经济刺激中包括了直接向消费者发放消费券的行为，相当于直接增加了社会总需求，所以美国的通胀中有货币的原因，即美国的通胀既有需求的原因也有供给的原因。从美国的数据来看，高通胀已经维持了 3 个月左右，而 8 月份的 CPI 水平低于市场预期，可能是美国通胀拐点出现。从 CPI 各分项水平来看，拉动 CPI 向上的两个行业是能源和交通运输业。交通运输业的价格水平在 6 月份之后已经逐步下滑，而能源也的价格水平在 8 月份走高，主要是原油受到了飓风的影响，墨西哥湾炼油产业关闭影响的短期价格走高。总体来说，8 月份的通胀数据显示美国的通胀可能拐点已现。

新兴市场国家的通胀形势更为复杂，一种是经济恢复速度缓慢但是通胀水平升高（如巴西、土耳其），也有受益于原材料价格上行国内经济恢复较快（如俄罗斯），也有受益于产业链因素经济恢复较好通胀上行（如韩国），但总体来讲，大部门的新兴市场国家经济恢复速度并不快，或者仍然受到新冠疫情干扰，但是进口物价水平持续走高，给本国带来了输入性通胀。

现阶段通胀的主要障碍在于全球物流产业的不畅以及产业链的扭曲。物流产业和产业链的扭曲有中美贸易摩擦的影响，更主要的是全球新冠疫情对产业和物流的阻断，例如中国广东新冠疫情的出现阻断了盐田港货物的发货时间。从上海出口集装箱价格指数来看，物流仍然处于紧张状态，欧洲航线和美东航线价格上行最快。物流行业的高额利润不可持续，但短期内缓解仍然较为困难，需要密切关注运费价格的高位下行拐点，一旦运力紧张有所缓解，通胀水平就会有所下滑。最易受到全球物价水平影响的国家印度，通胀水平 8 月份有所降低，说明全球来看，通胀并没有失控。

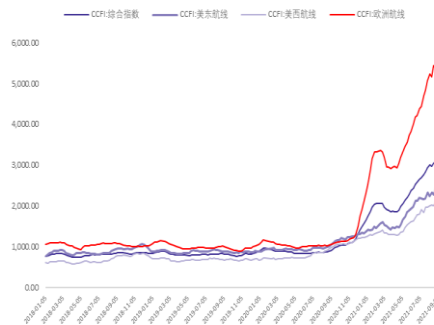
从资本市场来看，通胀指标现阶段不是资本市场的主要定价因素，投资者已经接受通胀短期处于高水平的事实，或者说现阶段的高通胀已经在资产价格中有所体现。4 季度如果通胀水平没有回落，那么资产价格会重新为通胀定价。4 季度重点观察美国和印度的通胀水平，以判断资产价格的再定价以及全球通胀的基本状况。

图 5：美国 CPI 分项变化率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：上海出口集装箱价格指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）全球央行的态度变化

与通胀紧密相关的是各国央行的态度变化，由于新冠疫情的处理较为成熟以及对通胀的一次性冲击判断，主要发达国家央行虽然没有加息的动作，但或多或少表态货币正常化的路线图。发展中国家对于高通胀的耐受更低，发展中国家央行在经济没有修复的情况下提前加息以抗击通胀。4 季度各国央行会做出更明确的决定，美联储的缩减 QE 会促使资产价格逻辑转变，欧央行的 QE 决定是否会有变化，新兴市场国家央行提前加息会打击本国经济以及相关的产业，中国央行与全球主要央行相反，是否会转变对信用收紧的态度，4 季度会对信用放松有所支持。央行的主要政策变化会直接反应在经济增长中，尤其是 4 季度中美央行可能都会做出较为重要的决定，对资产价格的影响较大。

美联储主席的最新讲话明确年内开始缩减 QE，鲍威尔透露美联储内部对 Taper 已进行节奏和方式等细节的讨论。美国 taper 年内可以施行，最大的可能性是在 12 月份实施。美国不断好转的就业使得美联储的收紧政策更有依据，现阶段通胀仍然处于高位，但美联储认为通胀是一次性的，鉴于产业链仍然没有通畅，通胀的时间可能会较长。美联储资产负债表已经发生变化，由于美联储提高了逆回购利率，货币市场隔夜逆回购量大增，证明美国市场流动性充裕。

其他发达国家央行随着本国经济的好转也纷纷给出货币正常化时间表。加拿大由于恢复速度较好已经在 4 月份开始 QE，并决定 2022 年末加息。欧央行的 QE 在 2022 年 3 月到期，暂时没有续作计划，欧央行的加息需要较长时间。日本仍然继续控制收益率曲线，日本的经济问题并不是新冠疫情带来的，所以日本货币政策变化需要较长时间。

表 1：发达国家货币正常化路线图

	债券购买	加息
加拿大	4月缩减QE	2022年末
英国	购买债券年内自然减少	
挪威	无QE	2021年下半年
美国	2021年缩减QE	2023年
瑞典	购债计划2021年到期	不变
欧央行	2022年3月到期	不变
澳大利亚	2021年9月到期	2024年
新西兰		2022年下半年
日本	继续收益率曲线控制	不变
瑞士	无调整	不变

资料来源：WIND 中国银河证券研究院整理

发展中国家受到通胀的干扰更强，发展中国家央行加息动作更快。巴西在3月份就已经启动加息，并且在5-8月份连续3次加息，俄罗斯也为了控制通胀多次加息。8月份韩国鉴于经济热度较高时隔两年启动加息，这是亚洲生产国的首次加息。对于经济修复仍然不足的新兴市场国家，加息虽然会在一定程度促使本币升值控制通胀，但更可能打击仍然受到疫情和产业链扭曲双重影响的经济，使得经济恢复缓慢。

中国央行与全球主要国家央行相反，由于中国经济回落速度加快，中国央行在8月份态度已经在悄然转变，表示对贷款增速持续下滑给与关注。4季度中国央行会对持续下滑的信贷给与支持，降准可能性比较大，降息也可以预期。

表 2：全球央行利率变动（bps）

	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月	2020年7月	2020年8月	2020年11月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	2021年6月	2021年7月	2021年8月	2021年9月
英国		-50													
美国		-150													
中国	-10		-20												
韩国		-50		-25										25	
澳大利亚		-50						-15							
俄罗斯	-25		-50		-100	-25			25	50		50	100		25
印度		-75		-40											
巴西		-50		-75	-75		-25		75		75	75		100	

资料来源：WIND 中国银河证券研究院整理

三、美联储 4 季度缩减 QE

（一）美国经济高位回落

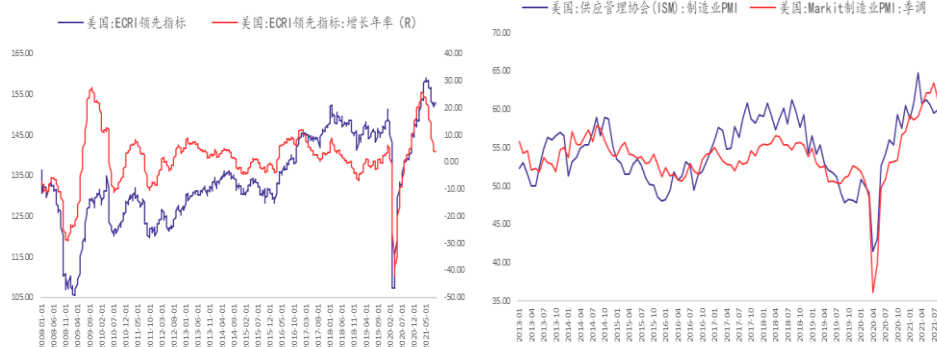
美国经济仍然处于高位，但是受到 Delta 病毒影响、劳动力短缺以及华盛顿经济刺激措施减弱，美国经济高位回落。美国经济领先者指数在 6 月下旬开始下行，从高位的 158.5 下跌至 9 月份的 152.9。美国领先指数下行意味着美国经济增速在 3-6 个月之内回落，但要注意到美国经济的回落是缓慢的，同时回落至 9 月份的水平，美国经济仍然处于历史高位区间。

美国制造业先行指数 PMI 也出现回落，原材料价格上行和劳动力短缺阻碍了制造业的继续上行。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值降至 61.1，创 4 月以来终值新低，ISM 制造业 PMI 指数为 59.9。Markit 制造业 PMI 方面则显示产出、新订单和就业大幅扩张，同时价格水平仍在飙升。强劲的需求带来新订单的稳步增长，而严重的原材料短缺和运输问题则导致供应商业绩出现恶化，增长的产出难以弥补更快扩张的订单数量。继续扩大的供需缺口不断推高投入成本，

成本通胀率为有史以来最高，原材料和成品价格均出现创纪录的跃升。美国 8 月 ISM 非制造业指数 61.7，与预期大体持平，较 7 月的 64.1 显著回落。受 Delta 变异病毒影响，商业活动指数大幅回落，创下六个月新低。美国服务业的增长急剧放缓，与制造业一样，需求明显降温，并且在寻找雇员和供应方面遇到了越来越多的问题。8 月份接受调查的公司的就业增长几乎停滞，供应商交货时间正在以接近创纪录的速度延长。虽然整体服务业 PMI 是今年迄今为止最弱的，但未完成工作的积压正在以至少 12 年来前所未有的速度增加，这凸显出供应和劳动力短缺如何阻碍复苏。

图 7：美国经济领先指数 (%)

图 8：美国 PMI 下滑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国新屋销售和成屋销售持续下滑，新屋开工也缓慢下滑。由于美联储将基准利率维持在最低区间 0 至 0.25%，美国房地产抵押贷款利率也维持在 3% 左右的历史地位，这意味着住房贷款更容易获得，大量消费者通过抵押贷款获得房屋。开工数量和价格均有所下滑，特别是开工数量显著下滑，显示随着年中过去，年底购房需求已经大部分释放完毕，到年底的这段时间里购房需求很可能还会下滑，意味着美国房产泡沫的膨胀进入阶段性收缩，不排除会出现价格下跌等情况，如果疫情的冲击再度趋紧，美国房地产市场确实可能会出现明显的拐点。

美国消费表现强劲，主要是美国消费者直接接受了政府补贴，而 9 月份各联邦政府补贴结束，同时 8-9 月份 Delta 病毒重新来袭，影响了美国消费增长。8 月消费者信心指数从上个月的 81.2 下降至 70.2，不及预期 81.2。消费者信心大幅下降的原因主要是因为随着 Covid-19 的 delta 变体在美国迅速蔓延，导致一些州和城市恢复口罩要求和其他健康限制，同时各地的医院爆满，致使市场的乐观情绪有所降温。美国 7 月零售销售环比减少 1.1%，预期减少 0.3%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27059

